

煤炭行业：静候时机、关注国外新兴市场需求

2010 年中期投资策略报告

报告关键点：

- 宏观紧缩改变行业预期
- 2010年下半年供给平稳增长、需求扩张缺乏动能
- 静候时机、关注国外新兴市场需求

报告摘要：

- 在煤炭价格出现上涨的局面下，2010年上半年煤炭指数跑输大盘，主要的原因在于宏观紧缩的政策尤其是对房地产行业的调控，从流动性和盈利预期上导致煤炭股价下跌；而煤炭股没有重演2008年上半年的故事，在于盈利预期的改变没有2008年那么强烈。
- 展望2010年下半年，供给方面：预计下半年国内煤炭供给将会保持稳定增长，净进口数量将会和2009年基本持平，全年煤炭供给增速达到10%，总量为34.5亿吨；需求方面：作为煤炭需求最终的驱动力，基建投资和地产行业投资扩张缺乏动力，基础设施投资受制于地方融资平台的财力限制、房地产行业受制于国家调控政策的影响。我们判断，2010年下半年煤炭价格保持平稳。
- 短期内，我们认为煤炭行业缺乏趋势性的机会，更看好产量明显增加的上市公司：中国神华、西山煤电、兖州煤业、潞安环能等。从稍长时间周期来看，印度和巴西等新兴市场国家的需求值得我们密切关注。

煤炭

同步大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2010-05-25

首选股票

目标价

评级

000983

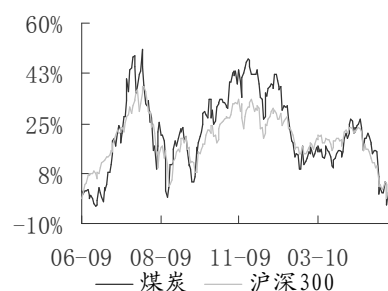
西山煤电

42.0

增持-A

预测变动情况

12 个月行业表现



研究员

李大刚

高级行业分析师

021-68765917

lidg@essence.com.cn

证书编号

S1450209060212

前期研究成果

安信证券煤炭电力数据周报(2010年4月19日)

2010-04-20

煤炭行业：事件冲击带来交易性机会

2010-04-07

煤炭：国际炼焦煤合同价同比上涨55%点评

2010-03-08

1. 紧缩改变煤炭行业预期

从 2010 年年初至今，煤炭的价格出现了明显的上升。动力煤方面，以秦皇岛的价格作为参考标志，秦皇岛大同优混平仓价年初价格为 640 元/吨，截至到 5 月 20 日，价格上涨到 755 元/吨，上涨幅度为 18%；同样，山西优混价格较年初上涨了 18.3%，大同大混的价格上涨了 22%。炼焦煤价格方面，古交 2 号焦煤坑口价较年初上涨了 3.9%，开滦肥精煤出厂价、平顶山主焦煤出厂价上涨幅度分别为 16.9%、13.8%。

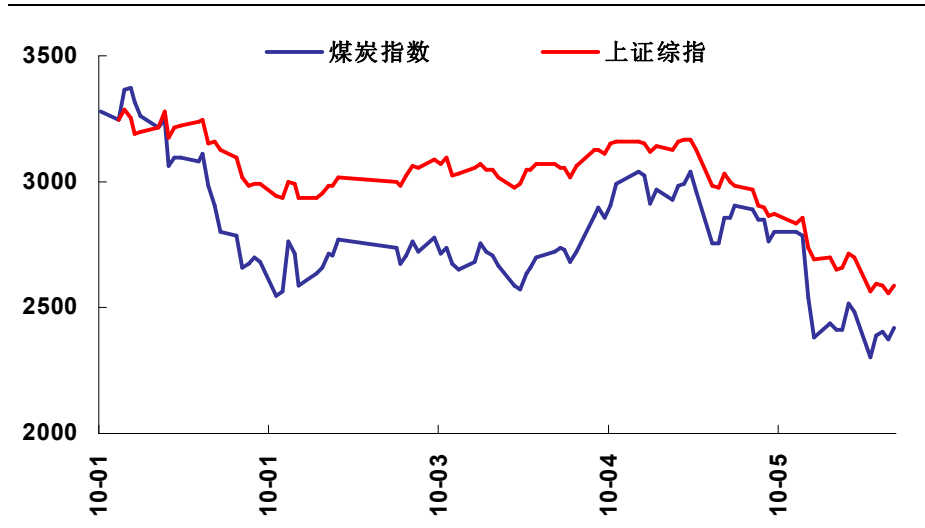
表 1 年初至今，煤炭价格保持上涨态势

类别	单位	5 月 20 日价格	周环比涨幅	月环比涨幅	年初	较年初涨幅
煤炭价格						
秦皇岛大同优混平仓价	元/吨	755	2.0%	2.7%	640	18.0%
秦皇岛山西优混平仓价	元/吨	710	2.2%	3.6%	600	18.3%
秦皇岛大同大混平仓价	元/吨	610	2.5%	4.3%	500	22.0%
秦皇岛普通优混平仓价	元/吨	450	3.4%	5.9%	390	15.4%
古交 2 号焦煤坑口价	元/吨	790	0.0%	2.6%	760	3.9%
开滦肥精煤出厂价	元/吨	1450	0.0%	0.0%	1240	16.9%
平顶山主焦煤出厂价	元/吨	1480	0.0%	0.0%	1300	13.8%
阳泉喷吹煤平仓价	元/吨	890	2.3%	2.3%	775	14.8%
澳大利亚 BJ 动力煤	美元/吨	97.8	4.3%	4.4%	90.6	7.9%

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

但是从二级市场的股价走势来看，煤炭股的走势却是明显跑输大盘，年初至今，煤炭指数累计跑输上证指数 7 个百分点左右，煤炭价格走势和煤炭股价的走势出现了明显的背离。

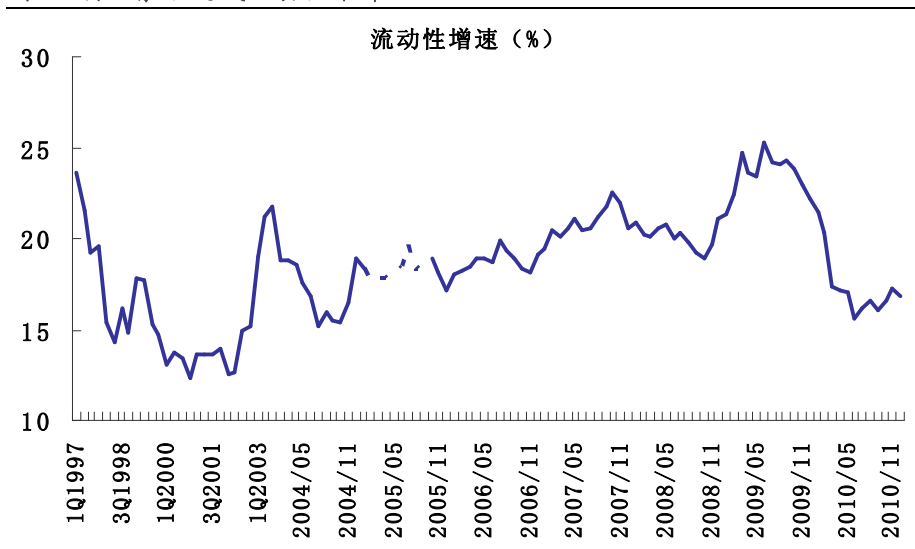
图 1 煤炭指数明显跑输大盘



数据来源：wind 安信证券研究中心

出现上述背离的原因在于宏观经济紧缩的预期，由于担心通货膨胀以及资产价格过高造成的负面影响，自 2010 年年初，国内实施了一系列紧缩政策，收紧流动性、调控房地产行业，使得市场对于整体的未来预期改变，周期类行业的估值包括煤炭上市公司出现了剧烈下降。

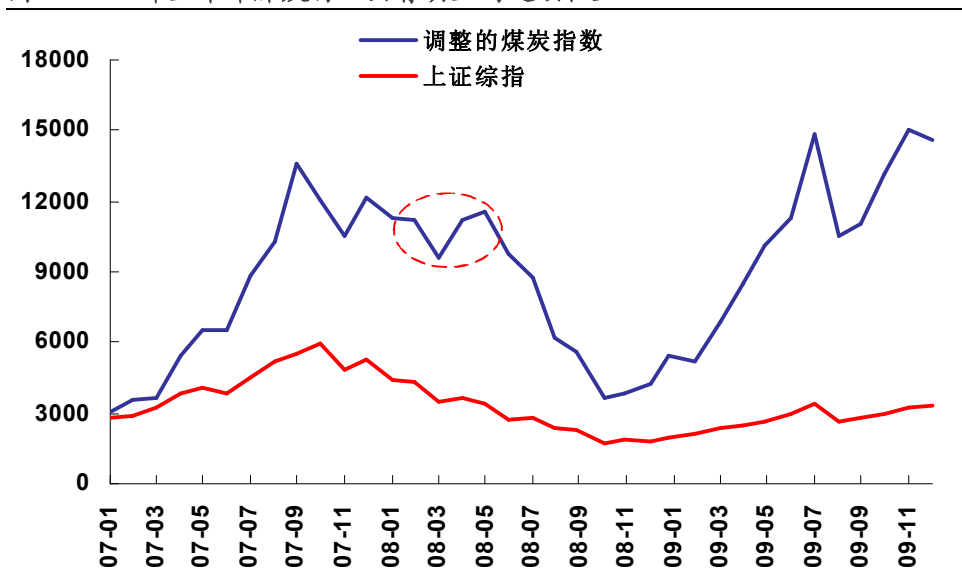
图 2 宏观紧缩造成流动性下降



数据来源：wind 安信证券研究中心

但是，如果回顾历史的情况来看，宏观紧缩的情况下，煤炭上市公司仍然有可能存在正的超额收益，例如 2008 年上半年，市场所处的环境和 2010 年上半年的情况类似，同样是房地产行业紧缩以及流动性收敛，但是 2008 年的煤炭上市公司股价却出现了明显的超额收益。

图 3 2008 年上半年煤炭行业具有明显的超额收益



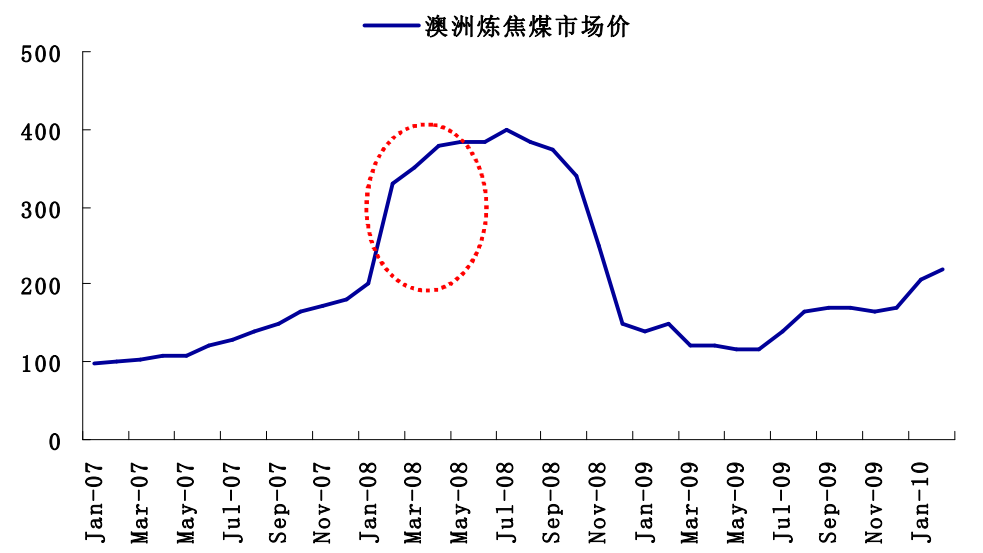
数据来源：wind 安信证券研究中心

注：调整的煤炭指数没有包括中国神华、中煤能源

2008 年煤炭上市公司出现超额收益的原因在于煤炭价格的剧烈上升，2008 年上半年煤炭价格出现了 100% 以上的上涨幅度，由于短期内煤炭价格出现了快速上涨，企业盈利出现明显改善，所以煤炭上市公司的股价表现良好。

但是，2010 年的上半年在宏观紧缩的情况下并没有重演 2008 年的情况，背后的原因在于：2008 年是全球房地产行业同时出现扩张，即使中国出现紧缩，但是国外煤炭价格上涨足以抵消国内紧缩带来的估值下降。而 2010 年的背景在于，中国是率先复苏的国家，其他国家由于经济基础和结构的不同，复苏的速度明显弱于中国，中国是复苏的龙头，当国内开始紧缩的时候，国外的需求支撑不足，所以国内上市公司没有复制 2008 年的走势。

图 4 2008 年上半年煤炭价格出现剧烈上升



数据来源：安信证券研究中心

我们将会对 2010 年下半年的供给和需求进行讨论，判断煤炭价格走势，给出相关的投资策略。

2. 供需分析：供给平稳、需求缺乏扩张动能

预计 2010 年煤炭供给平稳增长：从 2010 年上半年的供给来看，煤炭行业的供给呈现出恢复性的特征，2010 年一季度，煤炭行业的产量为 7.3 亿吨，同比增长 28.66%；其中，山西、陕西、河南的煤炭产量增长幅度较大，主要的原因在于 2009 年一季度的煤炭产量基数较低，造成了 2010 年的煤炭产量增速较高。

表 2 一季度煤炭产量恢复性增长

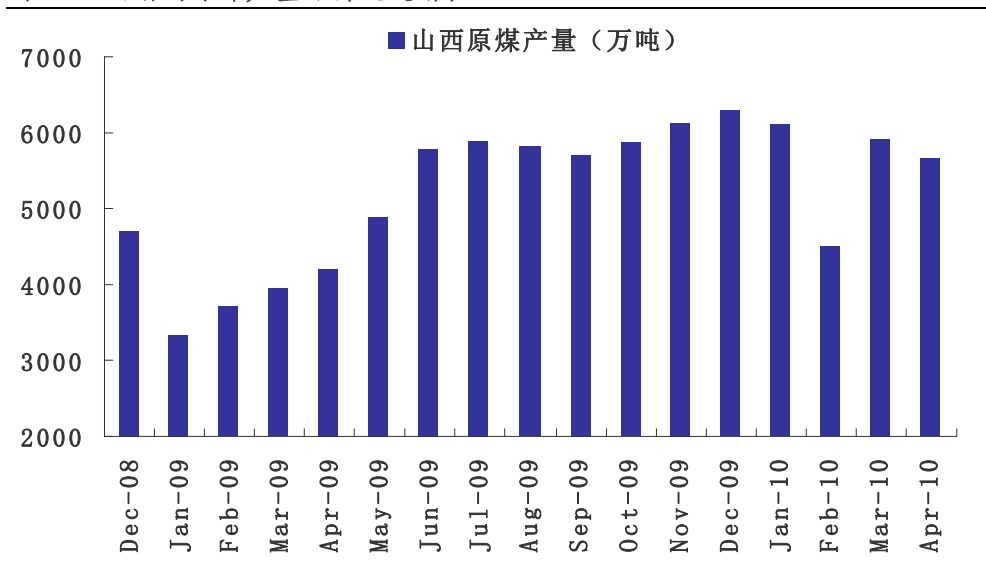
	2010 年 Q1 累计产量 (万吨)	2010 年 Q1 增量 (万吨)	增速 (%)
全国	73140	16295	28.66
山西	12692	3719	41.46
内蒙	10587	3048	40.45
陕西	5548	2288	70.21
河南	5388	2100	63.9
神华集团	8874	1352	17.98
中煤集团	3606	1362	60.69
六大主体新增产量占比 (%)		85%	

数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

由于国内其他产煤区生产能力有所下降，国内煤炭的主要增量来自于三个地区：山西、陕西、蒙古，2010 年一季度，山西等地区的煤炭增量占比达到了 85%，国内煤炭的新增供给预计未来将会集中在这些地区。

观察 2010 年一季度山西等地区的煤炭产量来看，基本上保持一种稳定增长的态势，以山西省为例，2010 年三四月份的产量分别是 5800、5900 万吨，产量的增加并没有出现超预期的增加，没有突破 2009 年产量最高的月份。

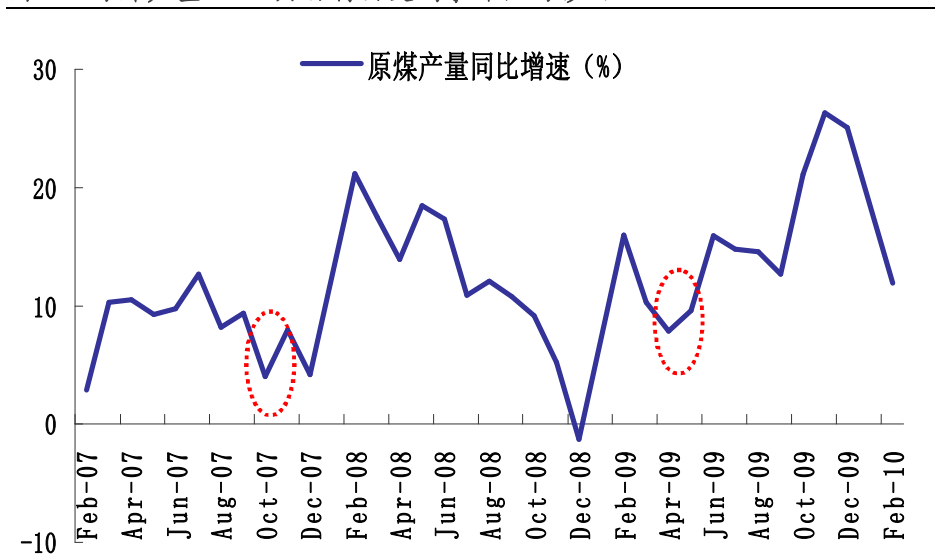
图 5 山西省的原煤产量保持稳定增长



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

从事件性冲击对于整体供给的影响上来看，由于今年上半年频现矿难事件，神华煤矿透水、中煤王家岭矿难等，将会在短期内对于整体的煤炭供给产生重要的影响，历史上，2007 年 10 月份、2009 年 4 月份，煤炭的产量增速均有所下降，都是由于事件性冲击造成了整体的供给有所下降，预计 2010 年 5、6 月份的产量将会同样受到类似的影响。

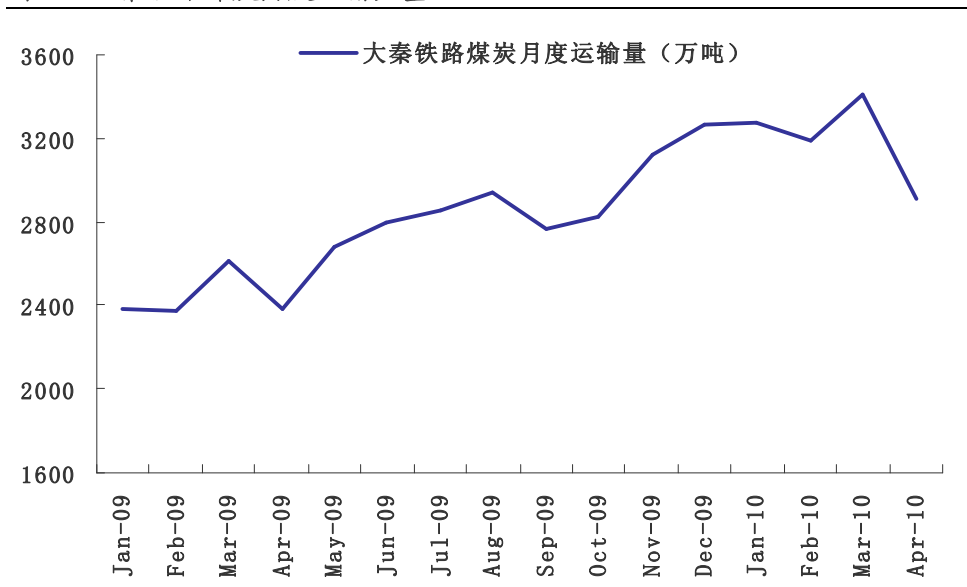
图 6 原煤产量 5、6 月份将会受到事件性的影响



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

作为国内主要的运煤通道—大秦铁路，煤炭运输的数量自 2010 年开始增加，4 月份由于铁路开始维修，煤炭运输数量下降到 2909 万吨，观察 2010 年前四个月的煤炭运输数量，3 月份公司煤炭运输数量达到了 3400 万吨，如果年化的话，运输能力将会达到 4 亿吨，由于大秦铁路的设计运能为 4 亿吨，所以潜在的煤炭有效供给将会受到铁路运输能力的限制。

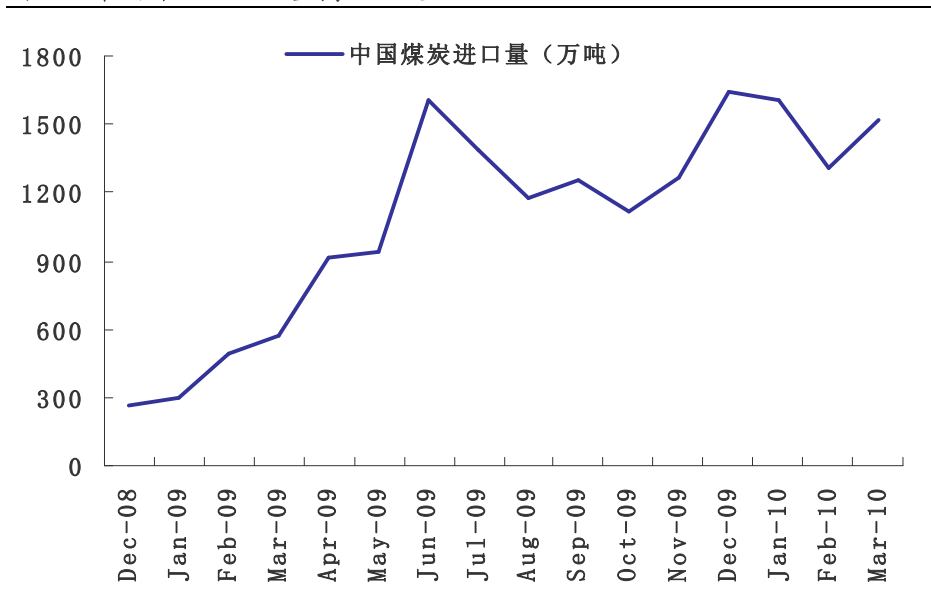
图 7 大秦铁路煤炭月度运输数量



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

进出口方面：1-4 月份，国内累计实现煤炭进口 5799 万吨，同比增长 154.8%；月度的煤炭进口数量均在 1300 万吨以上。由于国际煤炭价格的变化，中国的进口结构发生了一定的变化，澳大利亚的煤炭进口数量有所下降；印尼、俄罗斯等国家的煤炭进口数量有所上升。

图 8 中国煤炭进口数量高位稳定



数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

预计下半年中国煤炭进口数量将会略有回落，主要的原因在于国外经济体的经济复苏，由于本次经济复苏中国是最先实现经济扩张的，国外的经济复苏滞后于中国，就目前而言，国内进行补库存的过程即将结束而国外补库存的过程正在进行，就下半年这一阶段而言，外围煤炭价格的高企将会减少中国进口的数量。

我们预计 2010 年煤炭行业整体供给增速为 10%；其中，山西省的煤炭产量为 7.2 亿吨，内蒙古的煤炭产量为 7 亿吨，陕西的煤炭产量为 3.4 亿吨，净进口的煤炭产量为 1 亿吨。

表 3 2010 年煤炭行业产量增速 10%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
原煤产量	21.5	23.3	25.2	28	30.5	33.5	36.3
增长率%	8.00%	8.10%	8.20%	7.60%	8.80%	10.00%	8.20%
调整产量	22.6	24.7	26.9	29.1	30.5	33.5	36.3
调整后增长率%	9.20%	9.10%	9.20%	8.10%	4.80%	10.00%	8.20%
山西（外运+自身消耗）	6.6	7.2	8	7.7	6.2	7.2	8
内蒙古	2.4	2.8	3.5	4.7	6	7	7.9
陕西	1.6	1.7	1.9	2	3	3.4	3.7
其他	12	13.1	13.6	14.8	15.3	15.9	16.6
净出口	0.5	0.3	0	0.1	-1	-1	-1
年初年末库存差额	-0.2	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0	0
可供量	22	24.5	26.8	29.2	31.4	34.5	37.3
增长率%	10.00%	11.50%	9.30%	8.80%	7.80%	9.90%	7.90%

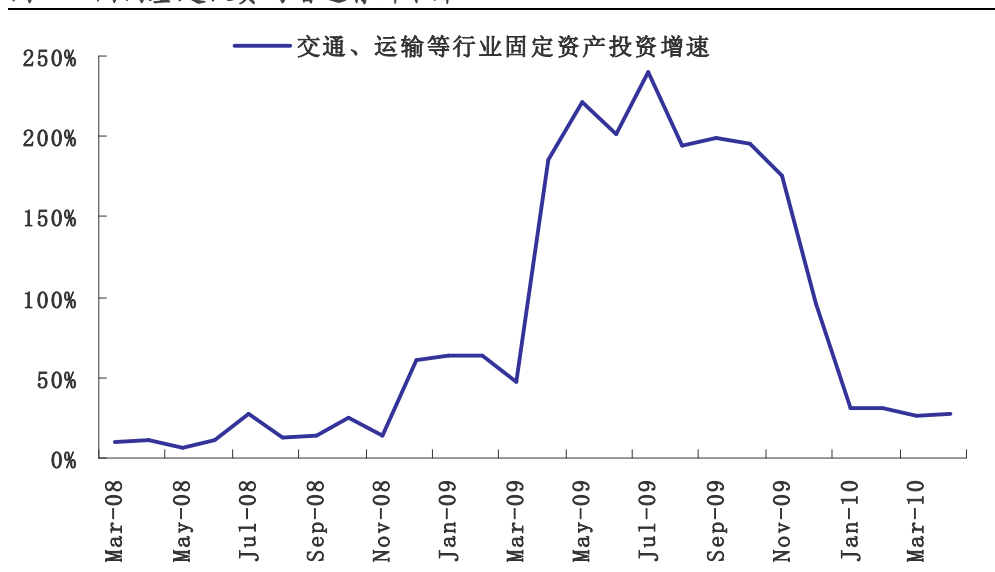
数据来源：煤炭资源网 安信证券研究中心

需求缺乏扩张动能：煤炭上市公司跑输指数的主要原因在于市场对于未来需求的担忧。虽然煤炭直接的下游行业是火电、钢铁、水泥、化工等行业，但是就最终的需求而言，来自于基础设施投资以及房地产行业。

观察国内基础设施投资的数据来看，由于 2009 年刺激经济，地方政府实施了大规模的基础设施投资建设，2009 年交通、运输等行业固定资产投资增速达到了 200%以上，刺激了 2009 年煤炭行业的需求，由于 2009 年基数较高，2010 年的增速出现了明显的回落，2010 年上半年的投资增速维持在 15%左右。

对于未来的判断，我们认为基建投资的增速可能维持在目前的水平，主要的原因在于地方融资平台的收紧，将会对于整个地方的基建投资产生约束，基建投资产生的需求不再具有扩张的动力。

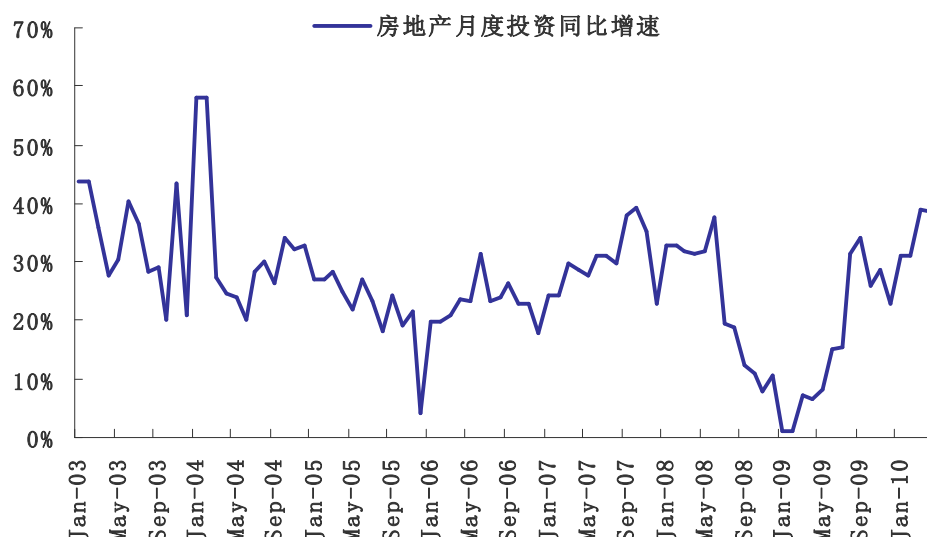
图 9 国内基建投资的增速有所下降



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

另一个担忧来自于房地产行业的投资，由于国家对于房地产行业进行了严厉的调控，房地产行业的销量出现了明显下降，根据历次房地产行业的调控经验，房地产行业的投资增速将会在未来几个月出现下降，地产行业对于煤炭最终需求的拉动将会减弱，对于煤炭的价格产生影响。

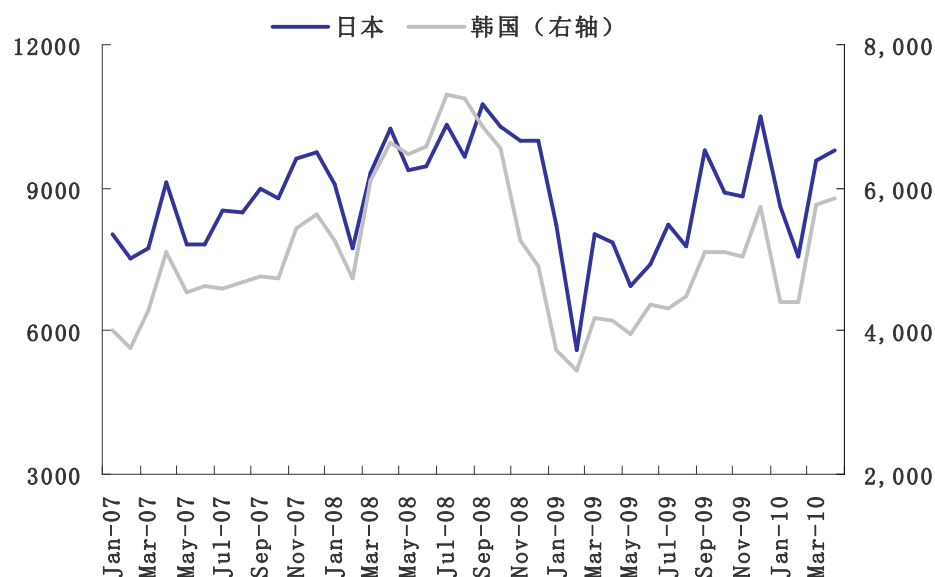
图 10 房地产行业投资预计未来有所下降



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

国外需求方面：本轮经济反弹，由于中国经济基本面良好，率先反弹，带动了亚太地区经济出现快速反弹，具体的途径来自于进出口贸易。如图 11 所示，日本、韩国出口到中国的商品总额出现了快速上升，而近期澳大利亚动力煤和炼焦煤稳步上涨，主要的动力就是来自于日本和韩国经济的扩张，如果中国经济扩张的动力衰减，则日本和韩国的需求将会出现下滑，考虑到本次经济反弹的次序，国外的需求扩张不太可能对国内的需求产生强烈支撑。

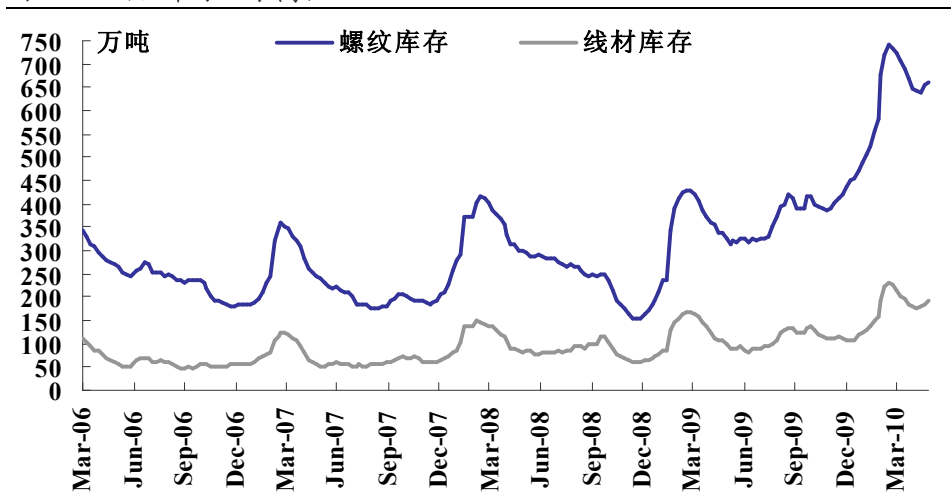
图 11 日本和韩国出口到中国的商品总额迅速反弹（百万美元）



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

从短期来看，国内煤炭的需求取决于下游行业库存的变化，以钢铁行业为例，国内的钢铁行业库存随着价格的上涨出现攀升，如果下游需求出现放缓，则钢铁中间商将会进行清库存的行为，对钢铁价格产生不利的影响，最终影响煤炭的需求。

图 12 钢铁库存处于高位



数据来源：CEIC 安信证券研究中心

我们预测 2010 年全年消费增量达到 3.11 吨，基本上和供给量保持平衡，在总量供给保持平衡的状态下，煤炭的价格将会保持稳定，随着季节性因素和外围市场的变化而变化，缺乏趋势性的价格上涨。

表 4 2010 年煤炭行业新增需求保持在 3.1 亿吨左右

	火电	钢铁	建材	化工	合计
2008 年消费量 (亿吨)	15.00	4.60	4.04	1.45	
行业产量增速					
2009 年	6.1%	15.4%	18.4%	2.1%	
2010 年	12.0%	11.0%	15.0%	5.0%	
煤炭消费增速					
2009 年	5.0%	13.0%	16.0%	2.0%	
2010 年	11.5%	10.0%	15.0%	5.0%	
煤炭消费增量 (亿吨)					
2009 年	0.75	0.60	0.65	0.03	2.02
2010 年	1.81	0.52	0.70	0.07	3.11

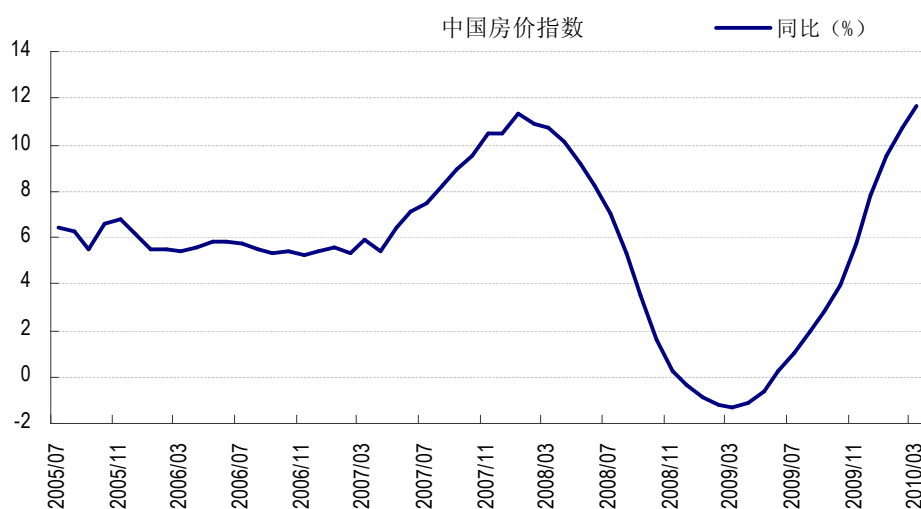
数据来源：CEIC 安信证券研究中心

3. 静候时机、关注国外新兴市场需求

煤炭股跑输市场的原因在于中国房地产调控政策，而地产调控的目的在于遏制快速上涨的房地产价格，防止资产价格的大幅崩溃，但是房地产行业是国内经济增长的发动机，对于宏观经济的影响巨大，尤其对于煤炭行业下游行业的需求产生不好的预期，对于煤炭股价的走势产生压制。

由于近期欧盟经济出现动荡，中国出口将会受到影响，对于地产的调控进入政策真空期，同时国家推出廉租房计划来对冲地产投资下降的风险，由于廉租房本身的投资在执行层面存在一定的不确定性，同时不具有商业地产投资加速的特征，对于下游行业需求的拉动效果不明显，所以短期内的效果还需要观察。

图 13 房价居高不下

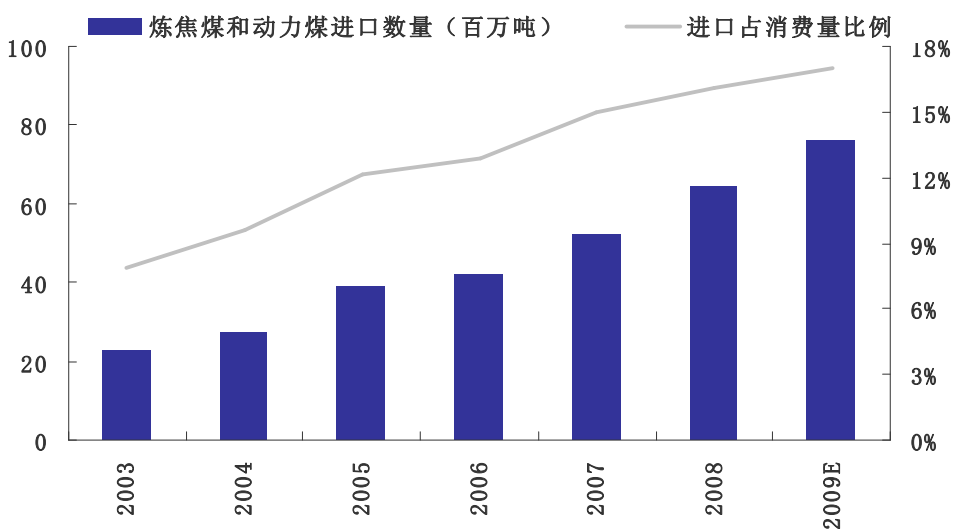


数据来源：CEIC 安信证券研究中心

从中期（1-2 年）的时间窗口来看，煤炭行业依然值得我们期待，主要的理由在于其他发展中国家的需求将会凸现，最主要的是印度、巴西等。

印度 2009 年（2009/03-2010/03）消耗煤炭 6 亿吨左右，从印度的消费结构中看到，进口数量的占比一直稳步提升，从 2003 年 10% 提高到 2009 年的 17%；2003 年印度进口炼焦煤和动力煤的数量稳步上升，从 2003 年的 2500 万吨增长到 2009 年的 7500 万吨左右，由于印度本身的煤炭供给不足，对于国外的进口依赖程度稳步提升。

图 14 印度煤炭消费的进口依赖程度稳步提升



数据来源：安信证券研究中心

2010 年初，印度政府宣布，在即将开始的第 12 个经济发展五年规划中，基础设施投资额将实现翻番，即从上一个五年规划的 5000 亿美元提高到 1 万亿美元。其中，印度的基础设施建设重点是电力、交通和能源等领域，如新建或改建高速公路、港口、机场、发电厂等设施。印度正处于基础设施建设的高速发展期，以钢铁行业为例，印度钢铁工业部 2010 年初和印度国内的地方政府签订了钢铁行业在十二五期间的钢铁行业投资计划备忘录，未来计划投资的钢铁产能达到了 2.7 亿吨，而 2009 年印度钢铁行业的产量为 6000 万吨左右，未来的空间巨大。根据印度钢铁工业部的计划，预计到 2012 年，印度的钢产量将会达到 1.2 亿吨。

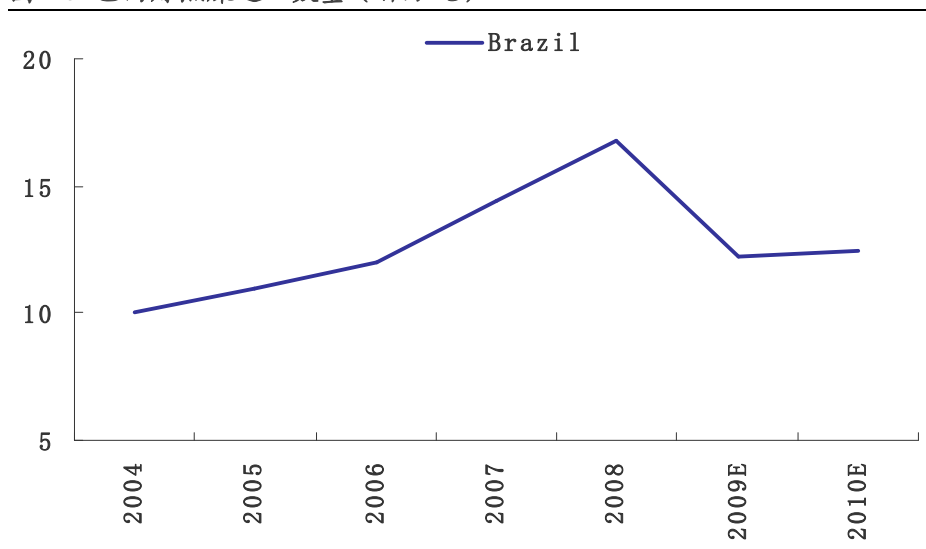
表 5 印度钢铁工业部签署的钢铁投资计划备忘录

厂址	项目数量	合计产能（万吨）
奥里萨邦	49	7566
恰尔肯德邦	65	10423
恰蒂斯加尔邦	74	5661
西孟加拉邦	12	2100
其他	22	1820
全国合计	222	27570
2009 年产量		6000

数据来源：安信证券研究中心

另一个值得关注的国家是巴西，巴西总统卢拉 3 月 29 日宣布，将启动一项总额 8780 亿美元的投资计划以升级巴西的基础设施，计划将推动巴西航空、公路及铁路系统的现代化进程，其中的 5300 亿美元将在 2011-2014 年拨出。巴西 2009 年的钢铁产量在 3000 万吨左右，而其炼焦煤的进口基本上依赖于国外进口，随着其基础设施建设的开展，预计未来对于炼焦煤的需求将会进入一个快速上升的阶段。

图 15 巴西炼焦煤进口数量（百万吨）



数据来源：安信证券研究中心

投资策略：由于短期内国内的需求扩张缺乏动能，同时国内的流动性呈现出趋紧的态势，以及国外市场存在不确定性，煤炭上市公司缺乏趋势性机会，我们认为下半年煤炭上市公司存在超额收益的可能性较小，我们更看好产量明显增加的上市公司：中国神华、西山煤电、兖州煤业、潞安环能等。就一个稍长的时间区间来看，我们认为煤炭行业仍然值得期待，根本的原因在于煤炭作为能源的成本明显低于石油、天然气。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-05-25

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
000983	西山煤电	增持-A	增持-A	0.36	2.28	2.63	87	14	12	8.0%	0.0%	0.0%	31.20	42.00	2007-08-08	64%
601088	中国神华	增持-A	增持-A	0.18	2.51	2.97	138	10	8	5.0%	0.0%	0.0%	24.91	35.00	2007-09-21	-63%
601666	平煤股份	增持-A	增持-A	1.01	0.38	1.85	23	60	12	18.0%	6.0%	16.0%	22.97	35.00	2007-08-29	26%
601699	潞安环能	增持-A	增持-A	2.84	1.57	0.60	13	23	61	0.0%	23.0%	7.0%	36.64	45.00	2007-08-16	26%

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	朱贤	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034